

노을  
(376930)

## 콤파이 후기: 이견 적응증이 확대되고 있는 진단기업의 이야기다

투자의견

**NR**(신규)

목표주가

- 원(유지)

현재주가

**2,270** 원(12/15)

시가총액

**83.9**(십억원)

미드/스몰캡 허준서\_02)368-6175\_pos03066@eugenefn.com

- 말라리아 - 혈액검사 - 자궁경부암으로 적응증 확대를 앞두고 있는 진단 솔루션 기업, 염색 카트리지와 검사장비, AI 소프트웨어 모두 내재화한 것이 특징
- 인프라(배수처리시설 등) 문제로 기존에는 대형병원에서만 가능했던 세포염색기반 진단검사를 격오지에서 가능하게 만들어 공간적 제약을 극복한 것이 밸류체인 내 회사의 핵심 경쟁력
- 혁신기술 보유에도 적자상태 지속 및 제한적인 매출의 원인은 대상 적응증이 말라리아 단일 병종이었기 때문, 말라리아는 개발도상국 중심 질환이라 키트와 장비 판가 상승 제한적, 물량과 수익성에 유리하지 않은 포지셔닝
- 적응증 확대 시작, 내년부터 유럽 및 중남미 중심 자궁경부암 제품 확장 예정이며 혈액검사용 진단도 2027년 FDA 승인 목표로 북미시장 공략 예정. 선진국 대상 판매라 규모와 단가 모두 긍정적, 두 건 모두 글로벌 진단 및 진단장비 기업 통해 유통채널 확보해 가시성 높은 상황
- 현재 실적의 규모보다는 성장성과 향후 시장규모 내 경쟁력에 주목할 시점, 3분기 실적발표 통해 비용 통제 확인되었으며 회사의 공식적인 목표 GP마진은 50% 수준, 양적 질적 성장 국면에서 비용통제까지 합쳐 이익레버리지 확대되는 시점
- 현재주가는 흑자전환이 예상되는 2027년 기준으로 110배 수준, 동기간 코스닥 바이오섹터 상장사의 평균 per은 70-80배

주가(원,12/15)	2,270
시가총액(십억원)	84

발행주식수	51,291천주
52주 최고가	4,190원
최저가	1,810원
52주 일간 Beta	0.67
60일 일평균거래대금	112억원
외국인 지분율	8.3%
배당수익률(2020F)	0.0%

주주구성	
MSEED (외 5인)	22.6%
노을우리사주 (외 1인)	0.5%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-22.9	-19.9	-56.9
절대기준	-18.3	2.2	-21.6
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	NR		신규
목표주가	-		신규
영업이익(25)	(18.1)		신규
영업이익(26)	(7.9)		신규

12월 결산(십억원)	2024A	2025E	2026E	2027E
매출액	1.6	5.9	12.1	20.2
영업이익	(22.8)	(18.1)	(7.9)	1.4
세전손익	(22.5)	(18.4)	(7.9)	1.3
당기순이익	(22.5)	(18.4)	(6.1)	1.3
EPS(원)	-607.9	-496.7	-166.0	36.3
증감률(%)	적지	적지	적지	흑전
PER(배)	-	-	-	112

자료: 유진투자증권

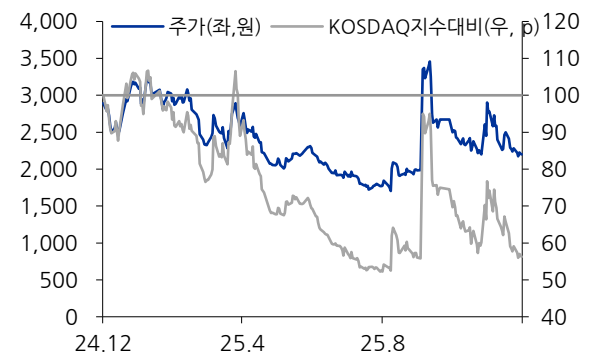
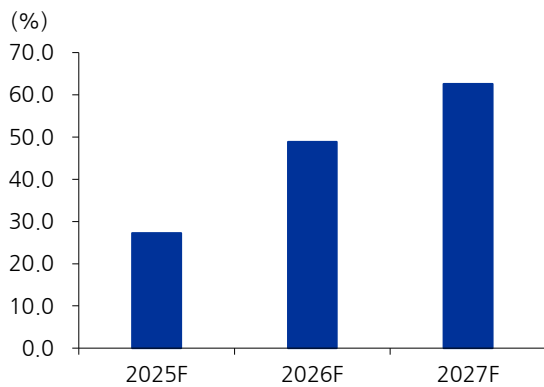


도표 1. 노을 연간 실적 추정(연결)

(십억원)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1.5	0.5	2.7	1.6	5.9	12.1	20.2
YoY(%)	390.0	(63.3)	407.4	(41.2)	264.6	106.1	66.9
매출원가	1.1	0.5	2.6	2.5	4.3	6.2	7.6
매출총이익	0.4	0.0	0.1	(0.9)	1.6	5.9	12.6
GPM	25.2	0.0	3.6	(54.7)	27.3	48.9	62.6
판관비	0.0	15.6	16.2	21.9	19.7	13.8	11.2
영업이익	0.4	(15.6)	(16.1)	(22.8)	(18.1)	(7.9)	1.4
YoY(%)	0.1	적자전환	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환
OPM	25.2	적자	적자	적자	적자	적자	7.1
영업외손익	0.0	0.0	(0.0)	0.3	(0.2)	0.1	0.1
세전이익	0.4	(15.6)	(16.1)	(22.5)	(18.4)	(7.9)	1.3
법인세비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	0.4	(15.6)	(16.3)	(22.5)	(18.4)	(6.1)	1.3

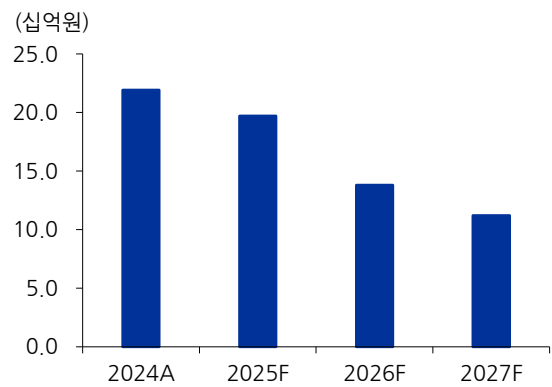
자료: 노을, 유진투자증권

도표 2. 적응증 확장으로 제품믹스 및 GPM 개선



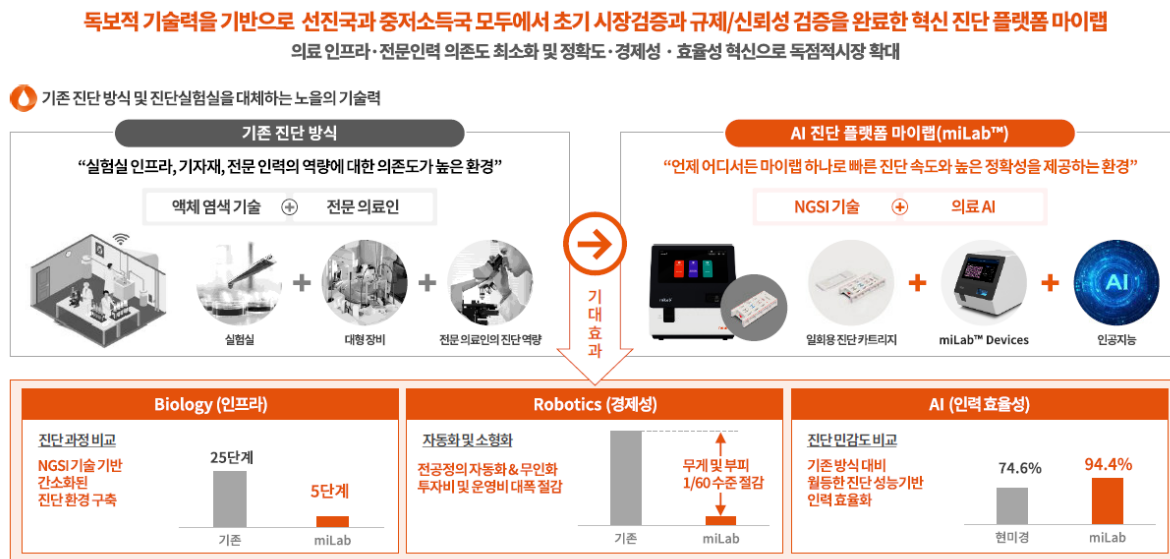
자료: 노을, 유진투자증권

도표 3. 자동화 및 인력재배치로 판관비 감소 예정



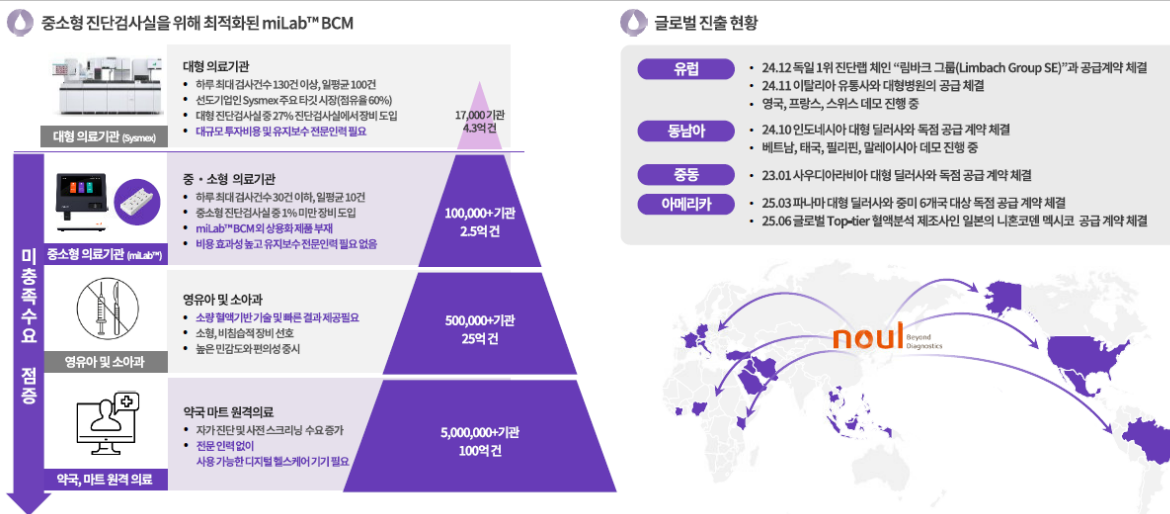
자료: 노을, 유진투자증권

도표 4. 인프라(실험실, 대형장비, 인력)소요 개선으로 공급자 중심 진단에서 수요자 중심 진단 타켓



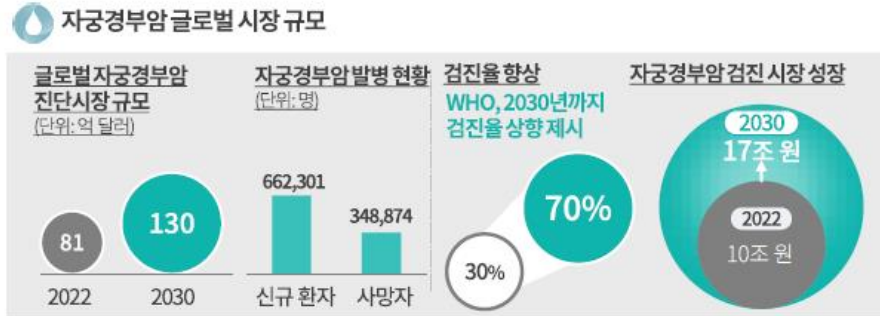
자료: 노을, 유진투자증권

도표 5. 중소형 의료시설 수요 기반 글로벌 확장 진행 중

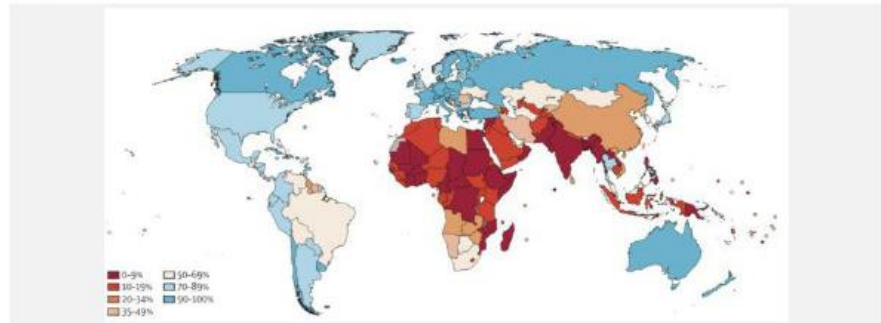


자료: 노을, 유진투자증권

도표 6. 자궁경부암 진단시장 규모와 WHO의 검진율 상향 목표


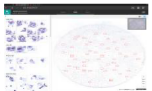


**전 세계 자궁경부암 검진률**



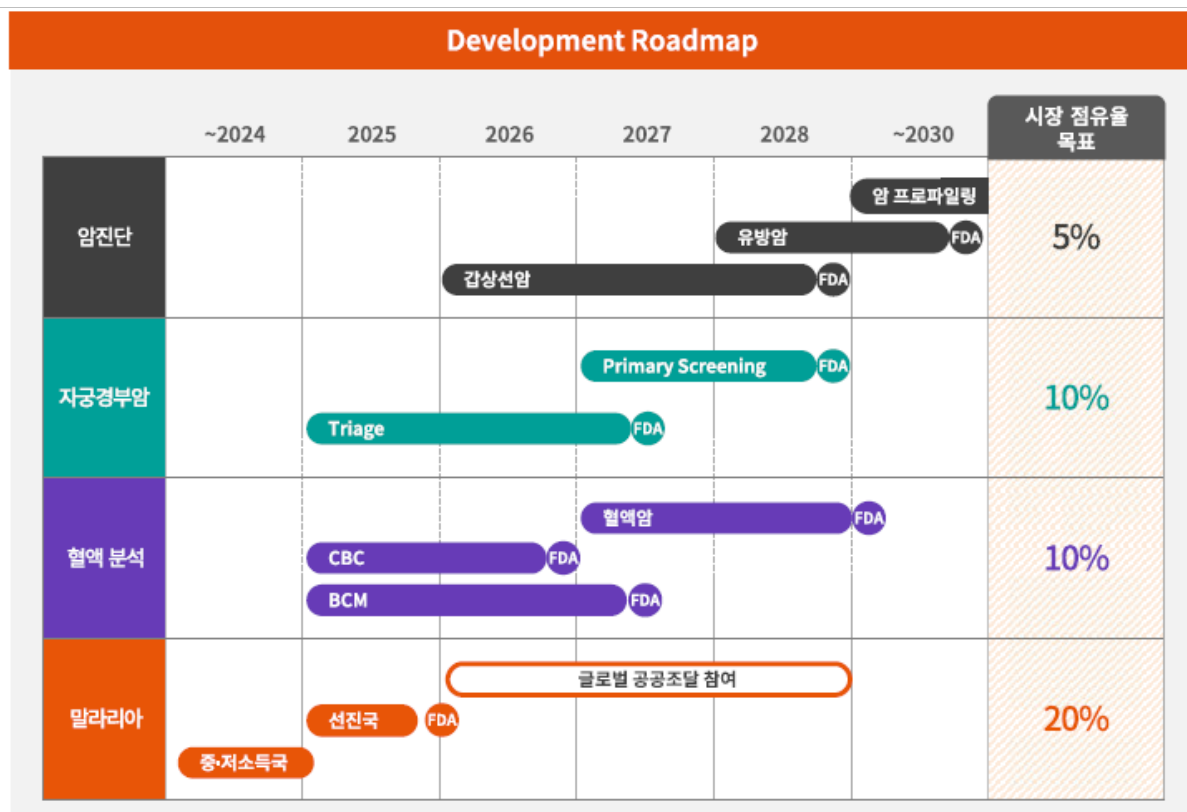
자료: 노을, WHO, Lancet, 유진투자증권

도표 7. 자궁경부암 진단 솔루션 경쟁사 현황

회사	검체고정	염색	Imaging	AI 분석	가격대	목표시장	비고
홀로직	자체 LBC 보유 전세계 점유율 80%	자동 염색 솔루션 없음	최대 슬라이드 200개를 처리하는 대용량 솔루션	최근 FDA 인증 획득	최소 \$600K~ (염색 제외) 추가 유지보수 운영인력 필요	하루 100건 이상 진단이 필요한 대형병원, 대형진단랩	자동 염색 솔루션 없어 Workflow 불편함
로슈	출시예정 (국내B사협력)	기존 장비 활용 Gold-Standard 염색법이 아닌 자체 개발한 Dual Stain	기존 Digital Pathology 장비 활용	출시 예정	최소 \$800K~ 추가 유지보수 운영인력 필요	하루 100건 이상 진단이 필요한 대형병원, 대형진단랩	바이오 마커를 이용한 방식으로 시간 오래 걸림 (주로 야간에 자동염색 진행, 주간에 판독)
miLab™ CER	다양한 LBC 호환 홀로직 등		염색부터 이미징 AI 분석까지 한번에 처리		최소 \$30K~ 추가 운영인력 불필요	대형진단검사실 + 하루 20건 이하 진단이 필요한 중소형 병원, 중소형 진단랩	경제성 및 Workflow 개선효과 높음

자료: 노을, 유진투자증권

도표 8. 노을 R&D 파이프라인



Primary Screening : 자궁경부암 스크리닝 검사 LBC(Liquid Based Cytology) : 액상세포검사  
Triage : 자궁경부암 선별검사

자료: 노을, 유진투자증권

#### Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다  
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다  
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다  
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다  
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다  
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다  
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.  
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

#### 투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	97%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.09.30 기준)